

# Steigende Inflationsraten: Ist die Zinserhöhung der EZB die richtige Reaktion?

3

In letzter Zeit sind die Inflationsraten weltweit kräftig gestiegen. Als Reaktion erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang Juli ihren Leitzins. Ist dieser Schritt sinnvoll?

## EZB: Dem Lockruf des billigen Geldes widerstehen

Auf der Pressekonferenz Anfang Juni kündigte der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Jean-Claude Trichet, überraschend an, dass die Bank ihren Leitzins einen Monat später wohl anheben werde. Das hat sie dann auch getan. Die Falken im EZB-Rat hatten damals alle Argumente auf ihrer Seite. Die Eurowirtschaft war im ersten Quartal gegenüber den letzten drei Monaten des Jahres 2007 um stolze 0,7% gewachsen, bei den monatlichen Inflationsdaten drohte die 4%, und die langfristigen Inflationserwartungen waren deutlich über die 2-Prozentmarke der EZB gestiegen. Mittlerweile hat sich das Bild völlig gewandelt, die Falken sind in der Defensive – sowohl bei der Konjunktur als auch bei der Inflation.

1. Konjunktur: Im zweiten Quartal ist die Wirtschaft gegenüber dem ersten Vierteljahr um 0,2% geschrumpft, das war der erste nennenswerte Rückgang seit Beginn der Währungsunion im Jahr 1999. Das zweite Quartal ist auch deshalb schlecht ausgefallen, weil eine ungewöhnlich milde Witterung die Bauproduktion im ersten Quartal massiv hat steigen lassen. Aber die Schwäche im zweiten Quartal lässt sich nicht nur als statistische Gegenbewegung beiseite schieben. Schließlich sind die auf Umfragen basierenden Stimmungsindikatoren in den letzten Monaten eingebrochen. Das gilt etwa für das von der EU-Kommission berechnete Wirtschaftsklima, die Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum und das ifo Geschäftsklima. Der Einbruch dieser wichtigen Frühindikatoren deutet darauf hin, dass die Eurowirtschaft im dritten Quartal nur wenig wachsen wird. Es zeichnet sich eine harte Landung ab,

eine Bruchlandung, sprich Rezession, ist nicht auszuschließen. Das blieb der breiten Öffentlichkeit nicht verborgen; der noch vor einigen Monaten vorherrschende Konjunkturoptimismus ist wie weggeblasen.

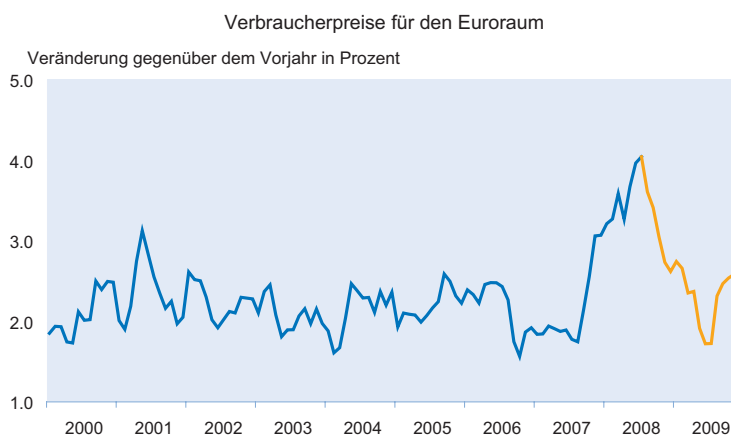
2. Inflation: Von Ende 1998 bis Juli dieses Jahres war der Ölpreis von 10 Dollar je Fass auf fast 150 Dollar in die Höhe geschossen. Vor allem deshalb ist die Inflation im Euroraum zuletzt auf 4,0% gestiegen, der höchste Stand seit Einführung des Euro. Seit Anfang Juli allerdings fällt der Ölpreis wie ein Stein. Schließlich sinkt in vielen Ländern der Benzinverbrauch, die Amerikaner beispielsweise haben zuletzt gut 4% weniger Rohöl verbraucht als vor einem Jahr. Vermutlich ist der Ölpreis auch deshalb gefallen, weil er zuvor getrieben von Spekulanten zu stark gestiegen war. Ein Fall des Ölpreises von knapp 150 Dollar auf 110 Dollar wird die Inflation in den kommenden Monaten stärker senken, als die meisten erwarten. Der Höhepunkt der Inflation liegt im Euroraum wohl hinter uns. Ende des Jahres dürfte die Teuerungsrate von zuletzt 4,0 auf 2½% gefallen sein (vgl. Abb. 1), sie läge dann nicht mehr dramatisch über der 2-Prozentmarke der Europäischen Zentralbank (EZB).



Jörg Krämer\*

Abb. 1

### Euroraum: Gesunkener Ölpreis lässt Inflation purzeln



Quelle: Global Insight, Commerzbank Economic Research.

\* Dr. Jörg Krämer ist Chefvolkswirt bei der Commerzbank AG.

Das Wirtschaftswachstum bricht ein, der gefallene Ölpreis dürfte die Inflation in den kommenden Monaten purzeln lassen – einige kritisieren die EZB jetzt dafür, den Leitzins Anfang Juli erhöht zu haben. Von dieser Kritik halte ich nichts, die Zinserhöhung war notwendig. Denn die entscheidenden, langfristigen Inflationserwartungen waren im Laufe des Jahres gestiegen und lagen Mitte des Jahres deutlich über der 2-Prozentmarke der EZB. Mittlerweile rechnen die Akteure am Markt für Inflationsswaps damit, dass die Inflation im Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2018 bei 2,7% liegt (vgl. Abb. 2). Nicht nur die Marktteilnehmer, auch die meisten der von der EZB regelmäßig befragten Volkswirte (57%) glauben jetzt nicht mehr daran, dass die EZB langfristig ihr Ziel erreicht, die Inflation unter die 2-Prozentmarke zu drücken. In den Jahren zuvor waren die Inflationsskeptiker stets in der Minderheit gewesen. Offensichtlich sind die langfristigen Inflationserwartungen nicht mehr so fest verankert wie in der Vergangenheit. Damit steigt das Risiko, dass Gewerkschaften und Arbeitgeber in Zukunft zu hohe Lohnsteigerungen vereinbaren. Diesen zuzustimmen, fiel den Unternehmen dann ohnehin leichter. Schließlich stoßen sie in einem Klima erhöhter Inflationserwartungen auf weniger Widerstand, wenn sie ihre Absatzpreise wegen der steigenden Löhne stärker anheben.

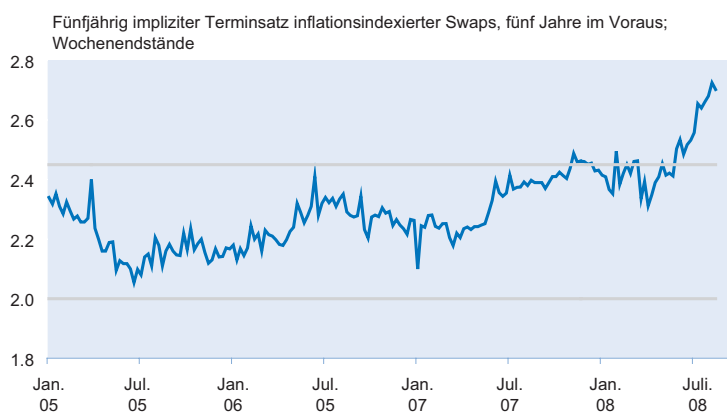
Als die EZB ihren Leitzins Anfang Juli an hob, hatten sich diese Risiken teilweise schon bewahrheitet. Denn der Lohnanstieg hatte sich deutlich beschleunigt. Während die Tariflöhne im Euroraum in den vergangenen Jahren jeweils um 2 bis 2½% zugelegt hatten, sind sie im ersten Quartal um fast 3% gestiegen. Die tatsächlich gezahlten Löhne je Stunde haben sogar um 3,7% zugelegt. Das bereits sichtbar gewordene Anziehen der Lohnzuwächse dürfte die Kerninflation, also die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel, im kommenden Jahr deutlich über die Marke von 2% steigen lassen. Auf all diese Risiken musste die auf stabile Preise verpflichtete EZB reagieren; die Zinserhöhung von Anfang Juli war richtig.

Wie geht es weiter? Wie bei ihrem Schritt im Juli sollte sich die EZB in den kommenden Monaten konsequent an den langfristigen Inflationserwartungen orientieren. Bleiben sie trotz des nachlassenden Wirtschaftswachstums hoch, sollte die EZB nicht zögern, den Leitzins anzuheben. Mit zuletzt 4,25% ist er ohnehin nicht sehr hoch. So hatte ihn die Bank im Jahr 2000 in der Spitze auf 4,75% angehoben, um langfristig eine niedrige Inflation sicherzustellen.

Senken sollte die EZB den Leitzins erst dann, wenn die langfristigen Inflationserwartungen tatsächlich deutlich gefallen und wieder im Einklang mit ihrer Definition von Preisstabilität sind. Die Zinsen lediglich auf Basis der bloßen Prognose zu reduzieren, dass die langfristigen Inflationserwartungen wegen des nachlassenden Wirtschaftswachstums in Zukunft schon zurückgehen werden, wäre dagegen riskant. Denn die EZB kann nicht blind auf die Gültigkeit der Phillipskurve setzen, nach der die Inflation automatisch sinkt, wenn die Wirtschaft lahmtrifft. So hat die Rezession 1974/1975 die Inflation in Deutschland nicht besiegt. Obwohl der Ölpreis nach dem schockartigen Anstieg im Herbst 1973 nicht weiter gestiegen war, lag die Inflation 1976 noch immer bei unakzeptabel hohen 4%. Denn der Zeitgeist war damals geprägt von dem Wunsch, die Löhne auf Kosten der Gewinne anzuheben. Den Gewerkschaften gelang es, trotz der Rezession hohe Lohnsteigerungen durchzusetzen, die Inflation blieb hoch.

In Deutschland, der größten Volkswirtschaft des Euro-raums, stehen Umfragen zufolge nur noch etwa ein Drittel der Deutschen hinter der sozialen Marktwirtschaft, die Linkspartei hat Zulauf. In einem solchen Klima reift nicht die Einsicht, dass sich maßvolle Lohnerhöhungen letztlich für alle auszahlen. Anders als in den Jahren zuvor unterstützen viele Politiker mittlerweile die Gewerkschaften in ihrem Versuch, hohe Lohnsteigerungen durchzusetzen. Es gibt nicht nur in Deutschland erste Indizien für eine Preis-Lohn-Spirale. Die EZB kann also nicht blind darauf setzen, dass der Konjunkturabschwung die langfristigen Inflationserwartungen senkt. Vielmehr muss sie warten, bis die Inflationserwartungen wieder fest verankert sind. Erst dann sollte sie darüber nachdenken, ihren Leitzins zu reduzieren. Mit einer solchen, konsequent auf Preisstabilität ausgerichteten Politik ginge sie im Vergleich zur Fed und der Bank of England endgültig als Gewinner aus der Finanzmarktkrise. Das wäre der EZB und vor allem den Bürger zu wünschen.

**Abb. 2**  
Inflationserwartungen hartnäckig zu hoch



Quelle: Darstellung des Autors.



Ulrich Kater\*

## Steuerung der Inflationserwartungen

Anfang Juni kündigte der Präsident der Europäischen Zentralbank auf der monatlichen Pressekonferenz (mehr oder weniger deutlich) eine Zinserhöhung für den nächsten Sitzungstermin an. Für die Kapitalmärkte war dies eine faustdicke Überraschung, denn zu diesem Zeitpunkt hatten die Geldmärkte gerade erst begonnen, eine Zinserhöhung für das Jahresende einzupreisen, nachdem kurz zuvor noch mit Zinssenkungen gerechnet worden war. Ferner standen eine Reihe von konjunkturellen Frühindikatoren, etwa der europäische Einkaufsmanagerindex, weit entfernt von den Werten, zu denen die EZB bislang Zinserhöhungen vornahm (vgl. Abb. 1). Solche Überraschungsmomente in der Geldpolitik sind grundsätzlich nicht zu kritisieren: Zwar ist es auch ein Qualitätskriterium der Geldpolitik, eine transparente und einschätzbare Zinssetzung zu betreiben, dies kann allerdings nicht bedeuten, jede Markterwartung als Vorgabe für die Zinsentscheidungen der Zentralbank zu nehmen. Zudem war im Vorfeld die Besorgnis der EZB über die Preisentwicklung verschiedentlich prominent kommuniziert worden.

Vorausgegangen war ein Anstieg der Inflationsrate für den Euroraum von 1,7% im August vergangenen Jahres auf 3,7% im Mai mit der Aussicht auf über die 4-Prozentmarke steigende Raten bis in den Spätsommer hinein. Das vermeintlich Besondere an diesem Anstieg war, dass er fast ausschließlich durch die rohstoff- und energienahen Komponenten im Verbrauchspreisindex hervorgerufen wurde, nachdem die Rohstoffpreise, allen voran der Rohölpreis, seit der zweiten Jahreshälfte 2007 stark angezogen hatten. Folglich blieb die Kernrate bis in den Juli 2008 hinein bei Werten zwischen 1,7 und 2,0% deutlich unter der Headline-Rate und sogar im Bereich der von der EZB langfristig angestrebten Teuerungsrate von etwas unter 2%. Unter diesen Umfeldbedingungen stand hinter dem Handeln der EZB in den vergangenen Monaten die Absicht, Einfluss auf die Inflationserwartungen zu nehmen.

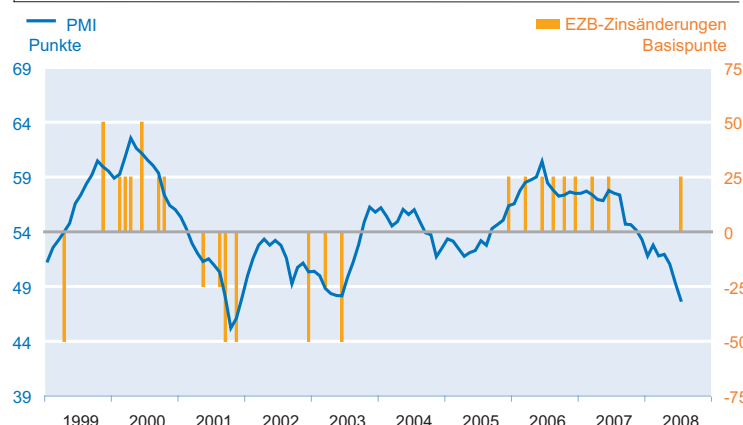
Dies sind zum einen die Erwartungen, die die Kapitalmärkte über die künftige Entwicklung des Preisniveaus ausbilden. Die Finanzmärkte versorgen uns mittlerweile mit einer Vielzahl von Informationen über die von den Marktteilnehmern erwartete Inflationsentwicklung: Sie reichen von Umfragen und Prognosen bis hin zu an den Märkten gehandelten Preisen für Inflationsrisiken.

Die Inflationsprognosen für das laufende Jahr erwarten gegenwärtig mit 3,5% deutlich mehr Inflation, als von der EZB angestrebt. Auch für das kommende Jahr wird zurzeit eine Verfehlung der Inflationsnorm gesehen, wenngleich mit 2,5% wesentlich moderater. Für den langfristigen Inflationsausblick dagegen deuten Umfragedaten immer noch darauf hin, dass eine Mehrheit der Marktteilnehmer erwartet, dass die Inflation unter 2% gehalten wird, wenngleich dieser Anteil in den vergangenen Monaten geschrumpft ist.

Neben Umfragedaten stehen die an den Märkten gehandelten Inflationserwartungen zur Verfügung, wie sie in Preisen für Finanzinstrumente zum Ausdruck kommen. Den aus den

Preisen für verschiedene inflationsbezogene Finanzinstrumente ablesbaren Inflationserwartungen muss man zwar mit den notwendigen Einschränkungen entgegentreten. So sind Inflationsrisikoprämien und Liquiditätsprämien nicht so einfach von der Inflationserwartungskomponente zu trennen, ebenso wie saisonale oder marktbedingte Einflüsse die Preise beeinflussen können. Allerdings sind mittlerweile neben den herkömmlichen breakeven-Raten von inflationsgeschützten Anleihen auch solche von inflation-linked swaps getreten, die neben einer höheren Liquidität auch den Vorteil eines breiteren Laufzeitspektrums aufweisen. Alle diese kapitalmarkt-

**Abb. 1**  
**Euroland: Einkaufsmanagerindex und Leitzinsen**



Quelle: EZB; Reuters; DekaBank.

\* Dr. Ulrich Kater ist Chefvolkswirt bei der DekaBank.

basierten Inflationserwartungen tendierten etwa seit Anfang März über alle Laufzeiten hinweg nach oben.

Zum anderen sind aber auch die in der breiteren Öffentlichkeit vorhandenen Vorstellungen über die künftige Inflationsentwicklung von großer Bedeutung, etwa wenn es um die Setzung von Löhnen oder die Preisgestaltung bei Gütern und Dienstleistungen geht. Der besondere Charakter der gegenwärtigen Preissteigerungen über die Rohstoffseite brachte es mit sich, dass die Inflationsvorstellungen in der Öffentlichkeit weit über den tatsächlichen Kaufkraftverlust hinausgehen. Die »gefühlte Inflation« hat bereits deutliche Einflüsse auf die Konsum-/Sparentscheidungen der privaten Haushalte und damit auf die diesjährige Konjunkturentwicklung gehabt.

### **Beeinflussung der Inflationserwartungen**

Die Kommunikationspolitik der EZB war bereits seit Beginn des neuerlichen Rohstoffpreisanstiegs im Herbst letzten Jahres auf die Beeinflussung dieser Inflationserwartungen gerichtet. So versuchte man vor dem Jahreswechsel an den Kapitalmärkten ein Verständnis dafür hervorgerufen, dass die deutlich angestiegenen Inflationsraten (von 1,7% im August 2007 auf 3,1% im Dezember) ein vorübergehendes Phänomen seien (»Inflationsbuckel«) und mit dem Einsetzen von Basiseffekten im Frühjahr wieder verschwinden würden. Das reichte anscheinend auch aus, um zumindest an den Kapitalmärkten die Inflationserwartungen vorerst im Zaum zu halten. Der Rückgang der Inflationsraten im Frühjahr 2008 geschah jedoch nicht, insbesondere weil der Rohölpreis in den ersten beiden Quartalen des Jahres nochmals um etwa 45% zulegte.

Inzwischen hatten auf Unternehmensseite weitere Überwälzungen von gestiegenen Rohstoffkosten begonnen. Nach der Weitergabe von höheren Rohölpreisen durch Tankstellen und Energieversorger wirkten sich die Rohstoffpreise jetzt auch breiter aus, etwa bei metall- oder chemieintensiven Gütern sowie bei Lebensmitteln. Gerade die Nahrungsmittelpreise standen im Mittelpunkt einer öffentlichen Diskussion. Bei einem Anteil von gut 14% im Harmonisierten Verbraucherpreisindex des Euroraums haben starke Schwankungen der Nahrungsmittelpreise deutliche Auswirkungen auf die Gesamtinflationsrate. Bei Lebensmitteln sind es dabei noch nicht einmal so sehr die gestiegenen Preise für Nahrungsgrundstoffe wie Getreide, welche die Verbraucherpreise treiben, sondern auch hier sind die Energiepreise die wesentlichen Einflussfaktoren, da in entwickelten Ländern hauptsächlich verarbeitete Lebensmittel verwendet werden.

Auf diese Entwicklung und die damit verbundene Erhöhung der Headline-Inflationsrate auf 4,0% bis zum Juni reagier-

ten die Kapitalmärkte nun mit einem Anstieg der Inflationserwartungen. Zum großen Teil lagen sie bereits vorher knapp über 2% und bewegten sich zur Jahresmitte um 50 Basispunkte höher, auf etwa 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%. Die Inflation wurde Thema der öffentlichen Debatte.

Gleichzeitig wurde im Jahresverlauf deutlich, dass sich die konjunkturelle Lage wohl weiter verschlechtern würde. Obwohl die US-Wirtschaft den Preiseinbruch bei Wohnimmobilien – einen der schärfsten überhaupt – und die damit verbundenen erheblichen Belastungen für das Finanzsystem bislang erstaunlich robust überlebt hat, ist die weltweite Abkühlung der Konjunkturdynamik unverkennbar. In den Ländern der Eurozone neigt sich der Aufschwung daher in diesem Jahr vorzeitig seinem Ende entgegen, zumal hausgemachte Bremsfaktoren hinzukommen: der Immobilienpreisverfall in einigen Mitgliedstaaten, die mangelnde Fähigkeit anderer Länder, die vergangenen außenwirtschaftlichen Impulse in eine stärkere Binnendynamik umzusetzen, der trotz jüngster Korrekturen lang anhaltende Anstieg des Euroaußenwertes sowie nicht zuletzt die gestiegene Inflation. Alles zusammen führt dazu, dass im Euroraum für die zweite Hälfte dieses Jahres sowie für das kommende Jahr nur noch mit Veränderungsraten des Bruttoinlandsprodukts unterhalb des Potentialwachstums zu rechnen ist.

In diese Situation hinein fällt die Zinserhöhung der EZB vom Juli. Nach herkömmlichen Maßstäben wie etwa einer Taylor-Regel befindet sich die Geldpolitik in Euroland damit ein Stückchen weiter in Richtung einer restriktiven Ausrichtung, aber noch am oberen Rand dessen, was man als »neutral« bezeichnen kann. Angesichts der konjunkturellen Perspektiven ist dies nun nicht allerdings unbedingt der richtige Zeitpunkt, um eine weitere Straffung der Geldpolitik einzuleiten.

War das also nötig? Stehen wir am Beginn eines neuen Inflationsprozesses, etwa wie in den siebziger Jahren? Die Notenbanken, nicht nur die EZB, haben viel zu verlieren. Zum ersten Mal in der Geschichte der freien Papierwährungen war es zu Beginn dieses Jahrzehnts den großen Notenbanken gelungen, den Geldverwendern glaubhaft zu versichern, dass die Inflation künftig dauerhaft nahe einer selbst gewählten Inflationsnorm von ehrgeizigen 2% bleiben würde. Insbesondere an den Kapitalmärkten zeitigte diese neu gewonnene Glaubwürdigkeit erhebliche Effekte, indem sie die Inflationsrisikoprämie aus den nominalen Zinssätzen fast vollständig vertrieb und damit zu einem niedrigen Realzinsniveau beitrug. Diese Erfolge stehen auf dem Spiel, sollten die Kapitalmärkte das Vertrauen in die Geldpolitik verlieren.

Zur Beurteilung der Sinnhaftigkeit dieser Zinsentscheidung sollte man sich die Motive der EZB vor Augen führen. Dies war nicht der Beginn eines zweiten Zinsstraffungszyklus, der



über eine Einbremsung der Konjunktur die Inflationsrate drücken soll. Es war eher eine gezielte Beeinflussung der Inflationserwartungen, nachdem anscheinend Kommunikationsmaßnahmen allein die Inflationserwartungen nicht mehr im Zaum halten konnten. Die Frage stellt sich, ob hierzu eine Zinserhöhung vonnöten war, oder ob sich die Inflationserwartungen mit den gedämpften Konjunkturerwartungen nicht auch von selbst wieder beruhigt hätten. Im Nachhinein, nachdem die Rohstoffpreise ab Mitte Juli wieder deutlich korrigiert haben, ist dies leicht zu verneinen. Eine solche Korrektur und erst recht ihr Zeitpunkt war jedoch vorher alles andere als sicher.

Oft wird hier der Vergleich zu den siebziger Jahren in den Vereinigten Staaten gezogen. Auch damals war es ein durch die Geldpolitik unbeantworteter Rohstoffpreisschock, der scheinbar am Beginn einer Entwicklung stand, die die Amerikaner heute ihre »große Inflation« nennen. Aber dieser Vergleich ist aus verschiedenen Gründen nicht gerechtfertigt. Der auffälligste Unterschied betrifft die Entwicklung der Kernrate der Verbraucherpreise. Der Ölpreisschock von 1973 war wesentlich größer und zeigte sich sehr schnell in der breiten Verbraucherpreisentwicklung. Von 1973 bis 1975 stieg die Kernrate der Verbraucherpreisentwicklung in den Vereinigten Staaten von 3,6 auf 9,1% an. Heute ist die Kernratenentwicklung trotz der Überwälzungsproblematik relativ harmlos, sowohl in der US-Wirtschaft als auch im Euroraum – ein Zeichen für die gegenüber damals veränderten Umfeldbedingungen für die Güterpreisinflation. Auch andere Faktoren unterscheiden sich. Die expansive Finanzpolitik der USA in den sechziger und siebziger Jahren, die geldpolitisch flankiert wurde, trug entscheidend zur Inflationsentwicklung bei. Schließlich ist das Bewusstsein für die Einflussmöglichkeiten der Geldpolitik heute ein anderes. Während vor 40 Jahren mehr oder weniger darüber gerätselt wurde, wie Geldpolitik wirkt, sind heute die Vorstellungen hierüber ein ganzes Stück weiter. Insbesondere die Bedeutung von Erwartungen, Transparenz und Glaubwürdigkeit sind in der Zwischenzeit erkannt worden. Gerade in dem jüngsten Zinsschritt der EZB kommt zum Ausdruck, dass eine vorzeitige Beeinflussung der Inflationserwartungen als die »billigere« Methode zur Inflationsbekämpfung angesehen wird als ein Eingreifen in einer späteren Phase des Inflationsprozesses. Im Ergebnis ist das Instrumentarium zur Inflationsbeeinflussung heute effektiver, als es damals war. Von daher und von der heutigen institutionellen Stellung der Notenbanken ist es wenig wahrscheinlich, dass die gleichen Fehler wiederholt werden und für die Zukunft eine ähnliche Inflationsentwicklung zu erwarten wäre wie in den siebziger Jahren.

### Sorge über Zweitrundeneffekte

Da es nicht die steigenden Rohstoffpreise und damit die Veränderung eines relativen Preises sein können, auf die

die Geldpolitik der Notenbank abzielt, sondern nur die Veränderung des Preisniveaus, hat die EZB mehrfach ihre Besorgnis über Zweitrundeneffekte ausgedrückt. Hier stehen nicht so sehr die Überwälzungen steigender Kosten für Rohwaren und Energie im Vordergrund, sondern vielmehr die Reaktion von Löhnen und Arbeitskosten, die die Saat der Inflation von morgen sein könnten. Zwar ist eine Erhöhung der Lohnstückkosten in Euroland für das kommende Jahr vorprogrammiert. Die in Deutschland in diesem und bereits für das kommende Jahr angelegten Lohnerhöhungen liegen gesamtwirtschaftlich betrachtet am oberen Ende des Vertretbaren. Allerdings ist nicht ganz nachvollziehbar, wie die Unternehmen angesichts des starken internationalen Wettbewerbs und insbesondere angesichts der sich abschwächenden Nachfragedynamik in den kommenden Quartalen solche Überwälzungen vornehmen sollen. Auch vor diesem Hintergrund ist die Zinssetzung der EZB eher Signalpolitik zur Stärkung der Glaubwürdigkeit: Anders als in den Vereinigten Staaten weigert sich die Notenbank, eine absehbare konjunkturelle Verlangsamung durch expansive Geldpolitik zu glätten und verweist auf die damit verbundenen Inflationsrisiken. Ob hierzu eine Zinserhöhung notwendig war, mag dahin gestellt sein. Aber auch hier wird deutlich, dass es sich bei der gegenwärtigen Zinspolitik eher um eine Feinjustierung von Inflationserwartungen handelt als um eine Kursänderung in Richtung restriktiver Geldpolitik.

### Geldpolitik als Risikomanagement

Vor dem Hintergrund, dass eine Notenbank ihre Entscheidungen in einem unsicheren Umfeld fällen muss, wird Geldpolitik mitunter als Risikomanagement verstanden. Risikokosten durch die Verfehlung der Zielfunktion einer Notenbank werden abgewogen gegen die Kosten von Maßnahmen, die risikomindernd wirken. »Versicherungszinsschritte«, also ein Vorauslaufen des Zinssatzes über seinen angemessenen Wert, sind bislang eher in Zeiten ausgeprägter Konjunkturrisiken, etwa nach negativen exogenen Schocks, bekannt. So hatte die Fed etwa sowohl nach dem Platzen der Aktienmarkt-bubble zu Beginn des Jahrzehnts als auch nach dem Platzen der Immobilien- und Kreditmarkt-bubble vor einem Jahr die Zinsen stärker gesenkt, als es zum jeweiligen Zeitpunkt unmittelbar notwendig erschien. In umgekehrter Richtung ist eine solche Versicherungspolitik bislang weniger oft zu beobachten gewesen. Weder beim Aufkommen von Inflationsgefahren noch als »leaning against the wind« im Fall von asset price bubbles ist eine solche vorausseilende Zinspolitik bislang bekannt. Den Zinsschritt vom Juli kann man als Versicherungsschritt gegen steigende Inflationsgefahren werten. Anders als bei der Fed spielt in ihrem Zielsystem die Inflationsstabilisierung gegenüber der Konjunkturstabilisierung die größere Rolle, die Kosten der Zielverfehlung sind größer. In diesem Sinn verstanden ist der

Zinsschritt der EZB vom Juli zu rechtfertigen, da sich die Kosten in Gestalt von zusätzlichem Outputverlust wohl noch in Grenzen halten sollten.

Ein unmittelbarer Rückgang der an den Kapitalmärkten gemessenen Inflationserwartungen war die Folge der Ankündigung Anfang Juni, wenngleich dieser nur von kurzer Dauer war und danach von rückläufigen Rohölpreisen und pessimistischen Konjunkturaussichten überspielt wurde. Angesichts des aktuellen Datenkranzes bei den europäischen konjunkturellen Frühindikatoren sowie den korrigierten Rohstoffpreisen dürfte es die EZB auch bei diesem einen Versicherungsschritt belassen.



Sebastian Dullien\*

### **EZB verschärft unnötig den Abschwung**

Ein tot geglaubtes Gespenst ist zurück: Weltweit hat die Inflation in den vergangenen Jahren kräftig angezogen. In der Eurozone lag die Teuerung im Juli bei 4%, rund doppelt so hoch wie die Zielvorgabe der Notenbank, den Preisanstieg »nahe, aber unter 2%« zu halten. Der Großteil des Preisanstiegs ging dabei auf steigende Rohstoffpreise zurück: Jene 70% des Warenkorbes, die nicht Energie, Nahrungsmittel, Tabak und Alkohol sind, verteuerten sich im Jahresvergleich um lediglich 1,7%, Energieträger dagegen um 17,1%. Eine Analyse der jüngsten Inflationsdaten aus den USA oder Großbritannien zeichnet ein ähnliches Bild: Vor allem Energie- und Nahrungsmittelpreise sind für den jüngsten Preisschub verantwortlich.

Anders als die anderen großen Notenbanken hat die Europäische Zentralbank auf diesen Inflationsschub bereits mit einer geldpolitischen Straffung reagiert: Nach einer recht deutlichen Ankündigung der bevorstehenden Zinserhöhung durch EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet auf der Pressekonzferenz Anfang Juni erhöhte die Notenbank ihren Leitzins Anfang Juli von 4,0 auf 4,25%.

Zwar mag diese Reaktion auf den ersten Blick angesichts der hohen Teuerung vernünftig erscheinen, bei genauerer Betrachtung spricht allerdings reichlich wenig für den Schritt. Viel deutet darauf hin, dass der bereits eingesezte Abschwung auch ohne die EZB-Zinserhöhung völlig gereicht hätte, um die Inflationsrisiken zu begrenzen. Statt mit Augenmaß die Inflation in Schach zu halten, droht die EZB mit ihrem Kurs den Abschwung im Währungsraum in eine ausgewachsene und tiefe Rezession zu verwandeln.

\* Prof. Dr. Sebastian Dullien ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin.

## Eurozone ohnehin auf dem Weg in den Abschwung

Bereits vor der Zinserhöhung der EZB zeichnete sich eine deutliche Wachstumsverlangsamung in der Eurozone ab. Die Frühindikatoren, wie das Unternehmensvertrauen oder die Einkaufsmanagerindizes für den Währungsraum, haben im Trend seit Anfang 2007 nachgegeben, seit dem Beginn der US-Subprime-Krise im Sommer vergangenen Jahres hat sich dieser Abwärtstrend beschleunigt. Als die EZB im Juli ihre Zinsen erhöhte, war gerade der Einkaufsmanagerindex für die Euroindustrie unter die Marke von 50 Punkten gerutscht, was eine Schrumpfung des Sektors anzeigt.

Die nach dem Zinsentscheid veröffentlichten realwirtschaftlichen Daten aus dem zweiten Quartal 2008 ebenso wie die jüngsten Stimmungsindikatoren aus den Unternehmen haben den konjunkturellen Abwärtstrend bestätigt und deuten sogar auf einen drohenden dramatischen Konjunktur-einbruch hin: Insgesamt ging das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum nach erster Schätzung von Eurostat im Frühjahr um 0,25 zum Vorquartal zurück. Bedenklicher als die BIP-Daten eines einzelnen Quartals ist allerdings, dass auch die Frühindikatoren steil nach unten zeigen. Der ifo Geschäftsklimaindex gab im Juli um 3,7 Punkte nach, so stark wie seit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 nicht mehr. Auch die Einkaufsmanagerindizes für die wichtigen Euroländer gaben erneut nach und deuten nun auf eine weitere Schrumpfung oder bestenfalls Stagnation der Wirtschaftsleistung im Sommerquartal hin. In einigen Ländern des Euroraums steigt die Arbeitslosigkeit bereits wieder kräftig, zudem deuten Unternehmensbefragungen im Großteil der Währungsunion inzwischen auf einen bevorstehenden Arbeitsplatzabbau hin.

Damit hat der Abschwung bereits jetzt eine Qualität erreicht, die es in der Krise nach 2001 nicht gegeben hat: Während in der Phase schwachen Wachstums Anfang des Jahrtausends zumindest einzelne Länder wie Spanien noch kräftig wuchsen, hat der Abschwung diesmal alle wichtigen Länder des Euroraums erfasst. Der Eurozone droht erstmals seit dem Start der Europäischen Währungsunion 1999 nach gängiger Interpretation (zwei aufeinander folgende Quartale schrumpfender Wirtschaftsleistung) eine Rezession.

Die Ursachen für die Wachstumsverlangsamung sind schnell ausgemacht: Zwar mag ein Teil des Rückgangs des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartals auf technische Faktoren<sup>1</sup> zurückzuführen sein, doch wichtiger ist die rapide Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds in den vergangenen zwölf Monaten.

<sup>1</sup> Wie etwa ein Rückpralleffekt nach einem kräftigen Lageraufbau im ersten Quartal oder einer durch das milde Winterwetter nach oben verzerrten Bauproduktion in Deutschland.

Erstens haben sich mit der US-Subprime-Krise überall im Euroraum die Kreditbedingungen deutlich verschärft, wie aus dem Bank Lending Survey der EZB hervorgeht. Weil die Banken Abschreibungen auf ihre hypothekengedeckten Wertpapiere hinnehmen mussten, sind sie bei der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger geworden. In jenen Fällen, in denen die Zinsen laufender Hypotheken an den LIBOR-Zins gebunden sind (wie es in Spanien oder Irland weit verbreitet ist), haben sich die Kreditkosten wegen der gestiegenen Risikoaufschlägen im Geldmarkt bereits ohne Zinserhöhung der EZB in den vergangenen zwölf Monaten um mehr als einen halben Prozentpunkt erhöht.

Zweitens hat der Euro in den vergangenen zwölf Monaten kräftig aufgewertet: Gegenüber dem Dollar gewann er bis zu seinem Rekordhoch von Mitte Juli auf Jahressicht rund 15%, handelsgewichtet legte er um immerhin noch rund 11% zu. Diese Aufwertungen setzten dabei einen Trend spürbarer, wenn auch nicht ganz so dramatischer Aufwertungen der vorangegangenen Jahre fort. Dadurch haben die Exporteure im Euroraum an Wettbewerbsfähigkeit verloren, was sich in einer zunehmend schwachen Exportdynamik niederschlägt. Der Druck auf die Margen der Exporteure dämpft zudem deren Investitionsbereitschaft. Betrachtet man den kurzfristigen Zins und die Aufwertung zusammen (etwa, wie es die EU-Kommission mit ihrem Monetary Conditions Index tut<sup>2</sup>), so war die Geldpolitik bereits vor der Juli-Zinserhöhung der EZB im Euroraum deutlich restriktiver, als sie es jemals seit Beginn der europäischen Währungsunion war.

Drittens hat sich die Abkühlung des Wirtschaftswachstums weltweit die Nachfrage nach europäischen Produkten gedämpft. Dies schlägt sich – wie die Euroaufwertung – in einem schwächeren Exportwachstum nieder.

Viertens hat sich der Immobilienpreisanstieg in jenen Euroländern umgekehrt, die wie Spanien und Irland in den vergangenen Jahren einen Hauspreisboom erlebt haben. Die Bauwirtschaft in diesen Ländern erlebt derzeit einen dramatischen Einbruch, der sich bereits in deutlich steigender Arbeitslosigkeit niederschlägt. Dieser Einbruch strahlt auch in Länder aus, die wie Deutschland keinen Immobilienboom erlebt haben, weil die Exporte etwa nach Spanien nun schwächeln.

Zu guter Letzt hat der steigende Ölpreis in den vergangenen Monaten sowohl die Kaufkraft der Konsumenten beschnitten als auch die Margen der Unternehmen unter Druck gesetzt. Resultat sind eine anhaltende Kaufzurückhaltung der Verbraucher sowie eine zunehmende Investitionszurückhaltung der Unternehmen, wie sich aus den Einzelhandelsumsätzen und den rückläufigen Aufträgen für die deutschen

<sup>2</sup> Siehe für die Veröffentlichung der Juni-Werte [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication12494\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12494_en.pdf).

Maschinenbauer aus dem Währungsraum insgesamt ablesen lässt.

### **Inflationsbremse Arbeitslosigkeit**

All dies deutet darauf hin, dass sich die Konjunkturabschwächung und der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum, der im Mai eingesetzt hat, in den kommenden Monaten fortsetzen werden. Die Lohnsetzung in der Eurozone mag langsamer auf eine Wachstumsabschwächung reagieren als jene in Großbritannien oder den USA, am Ende gilt aber eine einfache Faustregel: Wenn die Arbeitslosigkeit in einem Abschwung steigt, gehen die Lohnerhöhungen zurück – in einigen Ländern etwas langsamer, in anderen etwas schneller.

Mit geringeren Lohnerhöhungen aber sinkt sowohl der Kostendruck der Unternehmen als auch deren Preissetzungsspielraum, was wiederum den Inflationsdruck mittelfristig begrenzt. Dieser Mechanismus ist wichtiges Element der meisten modernen dynamischen makroökonomischen Modelle. Er war aber auch wichtiger Teil des Konvergenzprozesses im Vorfeld der Europäischen Währungsunion. Damals drückten die nationalen Notenbanken vor allem in den südlichen EU-Staaten die Arbeitslosigkeit mit ihrer restriktiven Geldpolitik soweit in die Höhe, dass die Lohndynamik gebrochen wurde. Wir wissen also, dass die nationalen Lohnsetzungssysteme im Euroraum über kurz oder lang tatsächlich so reagieren, wie uns die Theorie vermittelt.

Die steigende Arbeitslosigkeit wird auch verhindern, dass der kräftige Ölpreisanstieg sich in deutlich steigenden Nominallöhnen niederschlägt und sich damit die Inflationsdynamik verfestigt. Zwar gibt es in vielen Arbeitsverträgen in Spanien oder Belgien noch Klauseln, nach denen die Löhne angepasst werden, wenn die Verbraucherpreisinflation wie derzeit deutlich höher ausfällt als erwartet. Gleichzeitig ist aber Spanien eines der Länder, die der aktuelle Abschwung am schärfsten trifft. In den vergangenen zwölf Monaten ist die Arbeitslosigkeit dort nach EU-harmonisierter Messung von rund 8% auf zuletzt 10,7% gestiegen. Die derart rapide steigende Arbeitslosigkeit wird mittelfristig den Lohnanstieg auch in Ländern mit teilweiser Lohnindexierung brechen, ebenso wie die hohe Arbeitslosigkeit in den neunziger Jahren die damals inflationäre Lohndynamik gebrochen hat.

### **Inflationserwartungen unter Kontrolle**

Befürworter der jüngsten Zinserhöhung argumentieren derzeit, dass die wiederholte und deutliche Verfehlung des EZB-Inflationsziels die Inflationserwartungen im Euroraum in die Höhe zu treiben drohe und dass man bereits erste Anzei-

chen einer solchen Entwicklung sehen könne. Eine dauerhaft höhere Inflationserwartung würde dann dazu führen, dass die Lohnforderungen nach oben angepasst werden und am Ende die Inflation sich dauerhaft auf einem höheren Niveau einpendeln würde. Als Beleg für steigende Inflationserwartungen wird dabei gerne die Umfrage der EU-Kommission unter Verbrauchern zu deren Inflationswahrnehmung angeführt, nach der derzeit ein so großer Anteil der Bürger im Euroraum für die kommenden zwölf Monate einen anhaltend kräftigen Preisanstieg erwarten wie noch nie seit Beginn der Befragungen 1999.

Tatsächlich aber sagt diese Umfrage reichlich wenig über *mittelfristige* Inflationserwartungen aus, deren Veränderung tatsächlich die oben beschriebenen negativen Auswirkungen hätte. Wenn Verbraucher angesichts steigender Rohölpreise über die kommenden Monate damit rechnen, dass diese Kosten auch an sie über steigende Abgabepreise an den Tankstellen und bei Gas- und Energielieferungen an sie weitergegeben werden, ist das nur rational. Auch würde allein der statistische Basiseffekt die Inflationsrate über die kommenden zwölf Monate hoch halten, selbst wenn die Ölpreise nicht mehr stiegen. Da für die Geldpolitik allerdings die mittelfristigen, nicht aber die kurzfristigen Inflationserwartungen wichtig sind, ist diese Inflationsprognose der Verbraucher für die Geldpolitik nicht übermäßig relevant. Stattdessen sollte die EZB sich auf die mittelfristigen Inflationserwartungen konzentrieren, für die es allerdings bedauerlicherweise in der Eurozone keine verlässlichen Umfragen gibt.

### **Gefährlicher Zinsschritt**

Verteidiger des EZB-Kurses argumentieren außerdem gerne, dass der jüngste Zinsschritt der EZB lediglich ein Signal an die Tarifparteien gewesen sei, allerdings kaum realwirtschaftliche Auswirkungen haben werde. 25 Basispunkte seien eine kleine Zinserhöhung und beeinflussten zudem nur den Geldmarkt mit kurzen Laufzeiten, was die Investitionstätigkeit im Währungsraum kaum beeinflusse.

Dies ist allerdings leider nur teilweise richtig. Da die Marktteilnehmer bis Ende Mai nicht mit einer Zinserhöhung der EZB in naher Zukunft rechneten, hatte die Ankündigung von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet Anfang Juni, die Notenbank werde im Juli die Zinsen anheben, kräftige Auswirkungen auch auf mittel- und langfristige Zinsen, wie sich in den Zinsstrukturkurven von unmittelbar vor und unmittelbar nach der EZB-Pressekonferenz ablesen lässt. Die Äußerungen Trichets erhöhten die Renditen auf Staatsanleihen bis Laufzeiten von rund zehn Jahren, den größten Effekt gab es bei Laufzeiten von zwei Jahren, wo die Zinsen um mehr als 30 Basispunkte anzogen. Diese steigenden Zinsen am Rentenmarkt wurden dabei auch zeitnah durch die Ge-



schäftsbanken an ihre Hypothekenkunden weitergegeben, wie sich aus den publizierten Hypothekenzinsen der großen Banken ablesen lässt. Gerade aber der private Wohnungsbau reagiert erfahrungsgemäß recht empfindlich auf Veränderungen in den Finanzierungskosten, so dass in der Bauwirtschaft in den kommenden Monaten die Folgen der EZB-Zinserhöhung deutlich spürbar werden dürften.

Auch jene Privathaushalte in Spanien oder Irland, deren Hypothekenzinsen unmittelbar wegen der EZB-Zinserhöhung nach oben angepasst werden, dürften unmittelbar mit ihren Konsumausgaben auf das nun geringere, für Ausgaben jenseits des Hypothekendienstes verfügbare Einkommen reagieren.

All das deutet damit darauf hin, dass die EZB ohne Not mitten in einen Abschwung hinein die monetären Rahmenbedingungen der Wirtschaft noch einmal deutlich verschärft hat. Ein Merkmal von Abschwüngen ist, dass sich ab einem gewissen Punkt einzelne negative Schocks zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale entwickeln können, in der die Investitions- und Konsumzurückhaltung der einzelnen Unternehmen und Konsumenten zu einer weiteren Verunsicherung und Nachfrageausfällen führt, die wiederum weitere Abwärtskorrekturen in Konsum- und Investitionsplänen und letztlich zur Rezession führen kann. In einer heiklen konjunkturellen Lage unmittelbar vor einer Rezession kann ein einzelner, relativ kleiner Schock ausreichen, um die sich selbst verstärkende Abwärtsspirale in Gang zu setzen. Gut möglich, dass sich damit die Zinserhöhung der EZB gerade als jener sprichwörtlicher Strohalm herausstellt, der die Wirtschaft der Eurozone in diesem Abschwung in eine echte Rezession gedrückt hat.

Stellt sich diese Erhöhung im Nachhinein tatsächlich als Politikfehler heraus, hat die EZB nicht nur ohne Not Verluste in der Wirtschaftsleistung und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verantworten, sie schädigt auch den politischen Rückhalt für sich selber und das Projekt der Europäischen Währungsunion. Bereits heute sind die EZB und ihre Unabhängigkeit in einigen Ländern der Währungsunion wie Frankreich unter Beschuss. Wenn sich am Ende herausstellt, dass die Eurozone unmittelbar nach der Zinserhöhung der EZB im globalen Alleingang eine Rezession erlebt, während die US-Wirtschaft nach Zinssenkungen der amerikanischen Fed die Subprime-Krise relativ gut übersteht, wird das Wasser auf den Mühlen der Gegner einer unabhängigen EZB sein. Zudem werden dann die Gegner der Europäischen Währungsunion ihre These gestützt sehen, dass der einheitlichen Geldpolitik aus Frankfurt vielleicht doch eine eigene, nationale Geldpolitik vorzuziehen sei. All das hätte die EZB verhindern können, wenn sie Anfang Juli auf ihre Zinserhöhung verzichtet hätte.



Werner Becker\*

## **EZB und Inflationsrate: Geduld ist gefragt!**

Das Schreckgespenst der Inflation gilt seit Ende der achtziger Jahre als tot. Die Inflationsraten in den meisten Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländern rangierten seither im niedrigen einstelligen Bereich. Die Notenbanken sprachen deshalb von »great moderation«. Roger Bootle verkündete in seinem bekannten Buch von 1996 sogar »Das Ende der Inflation«. Seine These, dass die Geldentwertung der siebziger und achtziger Jahre im historischen Maßstab eine extreme Ausnahmeerscheinung gewesen wäre, sorgte für viel Diskussionsstoff. Das »Ende der Inflation« begründete er mit dem erfolgreichen Agieren der Notenbanken, dem »Sieg des Wettbewerbs« im Zuge der Deregulierung und Liberalisierung vieler Märkte sowie der Globalisierung. An diesen Argumenten hat sich prima vista wenig geändert. Dennoch macht die Inflation seit 2007 vielerorts in der Welt – auch in Europa – wieder von sich Reden.

## **Warum hat sich das Preisklima so stark verändert?**

Die aktuelle globale Eintrübung des Preisklimas hängt eng mit der langen Wachstumsperiode der Weltwirtschaft seit 2003 zusammen, wobei das zunehmende Warenangebot aus den asiatischen Schwellenländern zunächst eher deflationär wirkte und die boomenden Rohstoffmärkte erst in der Spätphase Inflationsdruck verursachten. Während sich die US-Konjunktur bereits 2007 abkühlte und 2008 eine Rezession dank der Impulse der Finanzpolitik, der Geldpolitik und des schwachen Dollars wahrscheinlich vermieden werden kann, haben die Auftriebskräfte in der Eurozone erst im Jahresverlauf 2008 spürbar nachgelassen. Hin-

\* Dr. Werner Becker ist Analyst bei der Deutsche Bank Research.

gegen ist das Wachstum in den asiatischen Schwellenländern – z.B. in China und Indien – nur wenig zurückgegangen. Hauptursachen für den globalen Inflationsanstieg sind die massive Erhöhung des Ölpreises und anziehende Nahrungsmittelpreise. Während die monatlichen Inflationsraten z.B. im Juli 2008 in der Eurozone auf 4% und in den USA auf 5,6% kletterten, verzeichneten China eine Inflationsrate von 6,3% und Indien von 12%. Der Preisauftrieb in Asien hat aber natürlich auch nationale Ursachen, wie stark steigende Löhne und die starke Liquiditätsausweitung durch Dollarkäufe am Devisenmarkt.

### Wie stellt sich der Aktionsrahmen der EZB dar?

Die EZB als Hüterin der zweitwichtigsten Weltwährung hat ein klares Mandat, für Preisstabilität zu sorgen. Dabei kann sie sich auf ein hohes Maß an Unabhängigkeit stützen, die Umfragen zufolge von rund 80% der Bevölkerung der Eurozone gutgeheißen wird. Dennoch operiert die EZB nicht im politikfreien Raum. Sie zieht die Auswirkungen ihrer Geldpolitik für die Konjunktur und die Folgen der US-Subprime-Krise für Europa in Betracht, denn sie muss – stärker als früher die Bundesbank – Rechenschaft ablegen gegenüber der Politik und der Öffentlichkeit (z.B. durch monatliche Pressekonferenzen und Anhörungen im Europaparlament).

Im Rahmen ihrer Zielsetzung berücksichtigt die EZB freilich auch internationale Einflüsse. Auffallend ist, dass die EZB den internationalen Konjunkturzusammenhang mit den USA im Abschwung – wie schon 2001 – auch 2008 unterschätzt hat. Hinsichtlich der zunehmenden globalen Rolle des Euro als Handels-, Anlage- und Reservewährung nimmt die EZB eine neutrale Haltung ein. In der Wechselkurspolitik genießt sie hohe Freiheitsgrade, da der Euro gegenüber den Hauptwährungen flexible Wechselkurse aufweist und die Interventionsverpflichtungen der EZB im WKM II nur einige Nebenwährungen betreffen. Ihre Geldpolitik unterliegt damit derzeit kaum internationalen Zwängen.

Für die EZB stellt der Anstieg der Inflationsrate auf die Rekordmarke von 4% im Juli 2008 eine große Herausforderung dar. Diese Rate ist mehr als doppelt so hoch wie die EZB-Definition für Preisstabilität, die eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% vorsieht. Der Inflationsgipfel dürfte aber erreicht sein. Im Gesamtjahr 2008 wird die Inflationsrate mit ca. 3,5% klar über dem Vorjahreswert von 2,1% liegen. Dies impliziert, dass die laufende Inflationsrate 2008 noch mehrere Monate über 3% verharren und erst 2009 wieder unter diese Marke fallen wird. Dementsprechend wurde die jüngste Stabsprognose der EZB für die Inflationsrate auf 3,2 bis 3,6% in 2008 und auf 1,8 bis 3% in 2009 nach oben revidiert.

### Was kann, was sollte die EZB tun?

Die Bürger sind ob des ölpreisbedingten Kaufkraftentzugs besorgt. Die Finanzmärkte blicken mit Argusaugen auf die EZB und ihre Kommunikations- und Zinspolitik – freilich nicht allein in Bezug auf das Inflationsziel, sondern auch das damit kurzfristig in Konkurrenz stehende Ziel der Finanzmarktstabilität. Die Glaubwürdigkeit der EZB hängt in meinem Urteil von einer überzeugenden Rückführung der derzeit zu hohen Inflationsrate ab. Die EZB konzentriert sich auf die Frage, wie sie Zweitrundeneffekte und damit eine Lohnpreisspirale vermeiden kann. Dabei fokussiert sie auf die Verankerung der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen. Steigende Inflationserwartungen als Folge der höheren Inflationsraten gaben dann auch den Ausschlag für die EZB, Anfang Juli 2008 den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 4,25% anzuheben.

Dieser Zinsschritt wurde z.T. heftig kritisiert, und der EZB wurde vorgeworfen, sie würde die Wachstumsrisiken im Euroraum unterschätzen. Ex post betrachtet war dies auch der Fall. Dass sich das Konjunkturklima der Eurozone binnen weniger Wochen so drastisch verschlechtern würde, haben nur wenige Kritiker richtig vorausgesagt. Gleichwohl war die moderate Zinsanhebung Anfang Juli ein psychologisch wichtiges Signal zur Stabilisierung der Inflationserwartungen. Im Übrigen dürfte ein kleiner Leitzinsschritt keinen großen Flurschaden bei der Konjunktur anrichten. Dies ist heute anders als zur Bundesbankzeit, in der Zinsschritte von einem halben Prozentpunkt die Regel waren.

Mit Blick nach vorne steckt die EZB in einem Dilemma. Gegen einmalige Ölpreissteigerungen kann die EZB wenig tun. Daher ist gegen eine Tolerierung nichts einzuwenden. Sie braucht auch wenig zu tun, denn binnen Jahresfrist wäre ein ölpreisbedingter Buckel in der laufenden Inflationsentwicklung wieder verschwunden. Die damit verbundene Änderung der relativen Preise und der reale Ressourcentransfer in die Öl exportierenden Länder sollten daher akzeptiert werden. Die EZB muss allerdings Zweitrundeneffekten – wie im Juli 2008 geschehen – rechtzeitig entgegenwirken. Hier hat sie freilich ein Identifikations- und Erklärungsproblem, denn bei Inflationsraten von 4% fragen sich die Bürger zu Recht, ob sie sich auf dauerhaft höhere Inflationsraten einstellen müssen oder der Anstieg wirklich nur temporär ist. Eine abschließende Antwort ist hier angesichts der Unsicherheiten noch nicht möglich.

### Wie geht es weiter?

Aus heutiger Sicht beeinflussen vor allem fünf Faktoren den künftigen Kurs der EZB.

**Die Konjunktur:** Wird der Abschwung die Inflationsrate stark genug dämpfen?

Die Wirtschaft im Euroraum ist zwar gut in das Jahr 2008 gestartet. Allerdings ist das Wachstum im zweiten Quartal eingebrochen. Das Industrie- und Verbrauchervertrauen in der Eurozone hat sich um die Jahresmitte deutlich eingetrübt. Für eine nachlassende Konjunktur im zweiten Halbjahr sprechen vor allem die langsamere Gangart der Weltwirtschaft, der starke Eurokurs und die Entzugseffekte des hohen Ölpreises. Im Gesamtjahr dürfte die Wachstumsrate der Eurozone 2008 auf ca. 1,5% sinken gegenüber 2,6% im Vorjahr. Die deutliche Konjunkturabkühlung wird die Inflationsrate im Euroraum gegen Ende 2008 und 2009 in ausreichendem Maße dämpfen und eine weitere Leitzinserhöhung überflüssig machen.

**Der Ölpreis:** Welchen Einfluss hat der Ölpreis auf die Inflationsrate?

Für die EZB ist wesentlich, wie lange sich der Ölpreis auf hohem Niveau bewegt. Trotz der strukturell höheren Nachfrage der Schwellenländer Asiens ist der Ölpreis im August 2008 unter 110 USD/Barrel gefallen. Hierzu dürfte auch die konjunkturelle Verlangsamung Europas beigetragen haben. Da der Ölpreis von 85 USD/Barrel im Januar 2008 auf die Rekordmarke von ca. 145 USD/Barrel im Juli gestiegen ist, wird sich die Inflationsrate im Vorjahresvergleich selbst dann zurückbilden, wenn der Ölpreis vom derzeitigen Stand nicht mehr weiter fallen wird. Ein baldiger Anstieg auf das Niveau vom Juni/Juli 2008 ist konjunkturbedingt unwahrscheinlich. Ähnliches gilt derzeit für die Nahrungsmittelpreise.

**Die Löhne:** Wie werden die Tarifpartner reagieren?

Die Eintrübung des Wirtschaftsklimas sollte sich in moderateren Lohnabschlüssen niederschlagen. Die Gewerkschaften unterliegen zwar schon lange nicht mehr der Geldillusion bei der Lohnfindung. Andererseits ist auch die »Kluncker-Runde« von 1974 kein Vorbild mehr. Damals führte die Erwartung einer ölpreisbedingt zweistelligen Inflationsrate zu einem völlig überzogenen ebenfalls zweistelligen Lohnabschluss im öffentlichen Dienst. Heute sind die Rahmenbedingungen anders. Damals herrschte noch Vollbeschäftigung, heute haben wir immer noch eine nennenswerte Arbeitslosigkeit. Organisationsgrad und Marktmacht der Gewerkschaften haben vielerorts merklich abgenommen. Unternehmen können heute überhöhte Lohnsteigerungen bei schwacher Konjunktur nicht in den Preisen weitergeben, es droht Abbau der Beschäftigung. Auch die Gewerkschaften wissen, dass die Kaufkraft, die von den Erdölförderländern abgezogen wurde, durch höhere Tariflohnsteigerungen nicht »zurückgeholt« werden kann. Die EZB kann daher auf Sicht 2009 auf Lohnmoderation bauen.

**Die Inflationserwartungen:** Was zeigen die Maßstäbe der EZB?

Das Risiko von Zweitrundeneffekten wird bei der EZB anhand von mittel- und langfristigen Inflationserwartungen beurteilt, wobei sie zwischen prognose- und kapitalmarkt-basierten Inflationserwartungen unterscheidet. In der ersteren Kategorie verwendet sie v.a. den Survey of Professional Forecasters. Zuletzt zeigten die Inflationserwartungen für 2008 eine deutlich aufstrebende Tendenz und auch für 2009 einen Anstieg, während die längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend unverändert sind. Bei den kapitalmarkt-basierten Inflationserwartungen greift die EZB auf break-even-Inflationsraten zurück, die sie aus der Differenz von Nominal- und Realzinsen inflationsindexierter Anleihen ableitet. Auch hier werden steigende Inflationserwartungen angezeigt, die damit eine kritische Größe für die EZB darstellen. Sie muss durch geschickte Kommunikation und Argumentation ihre Entschlossenheit demonstrieren, ohne die Leitzinsen anzuheben. Sie hat also zu begründen, dass die Markterwartungen falsch sind.

**Der Wechselkurs:** Wie wirkt der Eurowechselkurs auf die Inflationsrate?

Der Eurowechselkurs ist von Januar bis Juli 2008 nochmals um bis zu 15% gestiegen – auf das Allzeithoch von 1,6040 USD/EUR. Zuletzt notierte er leicht unter 1,50 USD/EUR. Für die Geldpolitik ist von Belang, dass der sehr hohe Eurowechselkurs Bremsspuren bei der Konjunktur hinterließ und die Preise von (Öl-)Importen dämpfte. Dies hat es der EZB erlaubt, bei den Leitzinsen behutsam zu operieren. Beim USD/EUR-Wechselkurs lautet nun die entscheidende Frage, ob der Rückgang nachhaltig ist. Hier sind Zweifel anzumelden. Für einen erneuten Anstieg des Euro gegenüber dem Dollar spricht, dass die USA in der Geld- und Fiskalpolitik ihr Konjunkturpulver verbraucht hat und lediglich über einen schwächeren Dollarwechselkurs ihre Wirtschaft noch stimulieren kann. Dies würde die deutschen Exporte 2009 belasten und die Geldpolitik der EZB entlasten.

Zieht man aus den fünf Determinanten ein *Fazit*, hat die EZB derzeit zwei Handlungsalternativen, wenn man einmal davon absieht, dass eine weitere Leitzinserhöhung (auf 4,5% und mehr) nicht empfehlenswert ist, da dies die ohnehin in Gang befindliche Konjunktur- und Preisabschwächung noch mit zusätzlichen Rezessionsrisiken und hohen volkswirtschaftlichen Kosten in Form von Beschäftigungseinbußen befrachten würde. Die EZB könnte im Notfall ja immer noch später – ihrem Mandat entsprechend – die Zinsschraube anziehen.

Die *erste Handlungsoption* der EZB besteht in einer Strategie des Aussitzens und Nichtstuns beim Leitzins. Sie ba-

siert auf der Annahme, dass es sich beim derzeitigen Inflationsanstieg um einen Ausreißer handelt und der Zinsschritt vom Juli ausreicht, um Sekundäreffekte zu begrenzen. Die EZB vertraut darauf, dass die in Gang befindliche Konjunkturabschwächung im Euroraum im Verein mit rückläufigen Ölpreisen die laufende Inflationsrate so stark drückt, dass im Jahresverlauf 2009 wieder Werte um 2% erreicht werden.

Die *zweite Handlungsoption* einer Leitzinssenkung wird derzeit im Lichte der raschen Konjunkturabschwächung im Euroraum bereits am Markt diskutiert. Das Thema wird bei der EZB aber wahrscheinlich erst dann auf die Agenda genommen, wenn sich die laufende Inflationsentwicklung nachhaltig vermindert hat. Selbst bei einer starken Konjunkturabschwächung wird die EZB nach dem Leitzinsschritt vom Juli 2008 wohl bis weit ins Jahr 2009 hinein mit einer Zinssenkung warten.

### **Was wären die Risiken einer Rückkehr der Inflation?**

Trotz des derzeitigen Plädoyers für eine »Geldpolitik der ruhigen Hand« müssen die Gefahren anhaltend hoher Inflationsraten fest im Visier bleiben. Aufgrund der Erfahrungen der siebziger und achtziger Jahre ist vor allem an drei Probleme zu erinnern.

Erstens besteht das Risiko der Stagflation, dass also hohe Inflationsraten und schwaches Wachstum gleichzeitig auftreten. Stagflation ist deshalb schwerwiegend, weil eine Regierung zur Untätigkeit oder Hilflosigkeit verurteilt ist. Versucht sie mit einer expansiven Fiskalpolitik (und die Notenbank mit niedrigeren Zinsen) gegenzusteuern, dann schießt die Inflation ins Kraut. Werden hingegen Geld- und Finanzpolitik restriktiv gefahren, um die Inflation einzudämmen, wird die Konjunktur zusätzlich geschwächt. Aus den siebziger Jahren wissen wir, dass Stagflation verhindert werden kann, wenn die Notenbank das Entstehen einer Lohn-Preis-Spirale rechtzeitig unterbindet und die Arbeitsmärkte flexibel gestaltet sind.

Zweitens fußen die seit den neunziger Jahren weltweit relativ niedrigen kurz- und langfristigen Zinsen auf niedrigen Inflationsraten bzw. entsprechenden Erwartungen. Anhaltend hohe Inflationsraten würden jedoch die Inflationserwartungen und alsbald auch die Zinsen strukturell steigen lassen, was die Finanzierung des Staates, der Unternehmen und der privaten Haushalte verteuern würde. Strukturell höhere Zinsen wären auch Gift für die Kapital gedeckte betriebliche und private Altersvorsorge, da sie in der Anpassungsphase fallende Kurse am Renten- und Aktienmarkt verursachen.

Drittens führen höhere Inflationsraten zu erheblichen Verzerrungen der Allokation der Produktionsfaktoren und der

(Einkommens-)Verteilung. Sie erhöhen die Planungsunsicherheit der Unternehmen und setzen falsche Signale für Investitionsentscheidungen, was das künftige Wachstum von Sozialprodukt und Einkommen schmälert. Schließlich hat die Inflation unsoziale Verteilungswirkungen, da z.B. die Transfereinkommen stark betroffen sind, das Geldvermögen ausgehöhlt wird und die kalte Progression bei der Lohn- und Einkommensbesteuerung größeres Gewicht bekommt.